

LOS MERCADOS FINANCIEROS Y CAMBIARIOS REGULADOS Y
NO REGULADOS Y LA DISTRIBUCION DEL INGRESO EN LA
REPUBLICA DOMINICANA

James Edward Zinser

y

Claudio González-Vega*

- * Los autores son, respectivamente, Profesor de Economía en Oberlin College y Profesor de Economía Agrícola y de Economía en la Universidad de Ohio State. Esta es una traducción del trabajo presentado durante la Segunda Conferencia sobre Liberalización Financiera y Comercial en América Latina, celebrada en Santo Domingo del 21 al 24 de marzo de 1985. Se basa en resultados obtenidos por las investigaciones conjuntas de funcionarios del Departamento Financiero del Banco Central de la República Dominicana y los autores, dentro del Proyecto de Movilización de Ahorros Rurales, patrocinado por la Agencia para el Desarrollo Internacional de los Estados Unidos. Los autores agradecen especialmente la colaboración de Zunilda Paniagua, Agueda Lember y Jeffrey Poyo. Las conclusiones y recomendaciones de este trabajo son únicamente de los autores y no necesariamente coinciden con las del Banco Central o de la Agencia para el Desarrollo Internacional.

Los Mercados Financieros y Cambiarios Regulados y No Regulados y la Distribución del Ingreso en la República Dominicana

Introducción

Durante la década de los años 60 y la primera parte de la de los años 70, los mercados financieros y cambiarios institucionales o regulados sirvieron como un mecanismo importante de crecimiento en la República Dominicana. Es decir, evaluados de acuerdo con medidas tradicionales de desempeño financiero (por ejemplo, el número, diversidad y crecimiento de las instituciones financieras, las razones de los agregados monetarios con respecto al ingreso nacional, la proporción del ahorro privado captada por el sistema financiero y la asignación de recursos financieros a inversiones productivas), estos mercados mostraron una evolución muy favorable, comparados con los de otros países latinoamericanos. La mayoría de los estudiosos no habría tenido dificultad, desde luego, en identificar posibilidades de mejoramiento, especialmente en cuanto a la flexibilidad de las tasas de interés, la ausencia de un mercado secundario viable para instrumentos financieros, el nivel de los costos de transacciones y el fuerte sesgo urbano de la localización institucional, pero en general el desempeño fue bueno.

El clima esencialmente favorable asociado con los mercados financieros regulados (MFR) ha cambiado considerablemente desde mediados de la década de los años 70. En un ambiente inflacionario, el rápido crecimiento de los déficits de la balanza de pagos y el considerable endeudamiento del sector público, tanto

con los MFR nacionales como con el extranjero, combinados con una serie de restricciones cambiarias y a las tasas de interés, con el tiempo han llegado a constituir un obstáculo a las transacciones financieras de las instituciones sujetas al control de las autoridades monetarias (la Junta Monetaria y el Banco Central). En general, al no adoptarse las reformas institucionales necesarias cuando cambiaron las circunstancias, se le ha impuesto una represión financiera severa a la economía dominicana. Estas restricciones, que sobresalen entre los determinantes del proceso de desintermediación, han llevado a una disminución relativa en el volumen real de recursos captados y eficientemente asignados por los MFR. En presencia de tasas de interés efectivas sustancialmente más elevadas en los mercados financieros no regulados (MFNR) del país, los fondos se han escapado del sistema regulado. Así, los mercados financieros y cambiarios de la República Dominicana han estado caracterizados por un crecimiento sustancial en el número e importancia relativa de las instituciones no reguladas. Los mercados no regulados, que consisten de más de 600 instituciones separadas, han adquirido una participación creciente en las actividades financieras y cambiarias.

El desarrollo de instituciones no reguladas, primordialmente urbanas, plantea serias preguntas acerca del papel y consecuencias de la regulación y acerca de la eficiencia con que los mercados financieros y cambiarios de la República Dominicana asignan los escasos ahorros y divisas del país. Además, a pesar de la presencia de controles extensos en los mercados regulados, relativos a la disponibilidad y el costo de los fondos para los indi-

viduos y empresas pequeñas y medianas, las regulaciones y el crecimiento de los mercados no regulados a que éstas han dado lugar han tenido consecuencias distributivas importantes. Este es el tema central tratado aquí. Estamos especialmente interesados en el impacto neto que las espadas gemelas de la represión financiera y cambiaria tienen sobre la distribución del ingreso. Específicamente, aquí demostramos (1) que, consistente con los hallazgos de otros estudios, tomadas en aislamiento la represión financiera y la cambiaria han efectivamente desplazado a los deudores pequeños y medianos de los MFR, con un impacto neto considerable sobre la desigualdad en la distribución del ingreso; (2) que el desarrollo de los MFNR ha compensado parcialmente estas consecuencias distributivas negativas, en el sentido de proporcionar oportunidades de crédito que de otra manera no hubieran existido, pero le ha impuesto costos severos a los deudores y (3) que, mientras que los MFNR le han ofrecido alternativas a toda clase de deudores, estos mercados han estado altamente segmentados, tanto en términos de rendimientos como de riesgos, reenforzando el impacto distributivo de los MFR.

Estos resultados tienen implicaciones significativas para el diseño de políticas destinadas a enfrentar los mercados no regulados y enfatizan la necesidad de una reforma de los controles existentes en los MFR. Además, muchas de las conclusiones obtenidas con respecto a la distribución del ingreso no resultarían inmediatamente obvias de una revisión superficial de la intermediación financiera en la República Dominicana. De hecho, encontramos que el efecto de los MFNR sobre la distribución es mixto, pero

por la mayor parte favorable. Estas conclusiones plantean serias dudas acerca de la deseabilidad de esfuerzos que intenten "regular" a estas instituciones, en ausencia de una reforma financiera más general.

Si bien las características más básicas de estas tendencias son bien conocidas, particularmente con respecto a los mercados financieros y cambiarios regulados, resulta útil explorar en algún detalle la evolución de los mercados no regulados. La siguiente sección ofrece una visión breve del desarrollo financiero de la República Dominicana durante la última década, enfatizando aquellos factores que han contribuido a la represión financiera. Una tercera sección sirve tanto para revisar la literatura existente como para desarrollar relaciones específicas entre represión, mercados paralelos y distribución. La evidencia acerca de la existencia de estos vínculos se analiza a continuación. Basados, en parte, en información obtenida en un amplio estudio de los MFNR conducido conjuntamente por el Banco Central y la Universidad de Ohio State, dentro del Proyecto de Movilización de Ahorros Rurales, revisamos los diferenciales en tasas de interés, el riesgo institucional y la segmentación del mercado. Esta información proporciona varias pistas directas acerca de las consecuencias de la represión y de los mercados paralelos sobre la distribución del ingreso. Finalmente se resumen los impactos sobre la distribución del ingreso para presentar una discusión de las implicaciones de política.

Evolución de las Instituciones Financieras Reguladas

Durante las últimas dos décadas, los MFR de la República Dominicana experimentaron un crecimiento y desarrollo considerables. Esto se reflejó tanto en el número de instituciones como en el crecimiento y diversidad de sus operaciones. Por ejemplo, en 1970 este sector consistía de 21 instituciones separadas (8 bancos comerciales, 11 asociaciones de ahorro y préstamo y 2 financieras, hoy día llamadas bancos de desarrollo). A finales de 1984, este número había aumentado a 65 instituciones separadas (16 bancos comerciales, 17 asociaciones de ahorro y préstamo, 19 bancos de desarrollo y 13 bancos hipotecarios). Igualmente, en 1970 los activos totales del sector montaban a RD\$ 428,9 millones. A finales de 1983 estos activos habían aumentado a RD\$ 1.141,1 millones, a una tasa nominal de crecimiento del 7,8 por ciento al año. La razón de los fondos totales del sector privado captados por estas instituciones con respecto al Producto Interno Bruto reflejó este crecimiento, aumentado desde 17,5 por ciento en 1970 hasta 27,9 por ciento a finales de 1983 (Tabla 1).

El crecimiento de la intermediación financiera en la República Dominicana no ha sido uniforme. Hasta 1974, el crecimiento del sector fue rápido y continuado. Los depósitos captados, en términos reales, casi se duplicaron, reflejándose esto en los agregados monetarios tanto en sentido estricto como en sentido amplio, a pesar de la obvia sustitución entre depósitos a la vista, que no perciben intereses, y otros tipos de depósito (Tablas 2a y 2b). Después de 1974, sin embargo, la razón de

los recursos financieros captados por los MFR con respecto al Producto Interno Bruto virtualmente se estancó en un 25 por ciento, hasta 1983, y disminuyó sustancialmente durante 1984. Entre 1960 y 1974 los depósitos totales captados crecieron en términos reales, pero desde 1974 han disminuido casi continuamente, con sólo una recuperación parcial en 1979 y en 1982. Su valor en 1984 representaba sólo un 74 por ciento de su monto máximo en 1974. Las instituciones no monetarias (bancos hipotecarios y de desarrollo y las asociaciones de ahorro y préstamo) salieron adelante mejor que los bancos comerciales durante este último período, mostrando un crecimiento de sus pasivos, en términos reales, hasta 1982. Sin embargo, estas instituciones también experimentaron un proceso de desintermediación considerable durante los dos últimos años.

Al lado de esta contracción general, se puede observar una sustitución considerable desde los depósitos que no perciben interés o con rendimientos bajos, hasta los depósitos de ahorro y a plazo emitidos por las instituciones no monetarias, que ofrecen rendimientos relativamente mayores. Además, con base en la evidencia disponible respecto a los depósitos de los bancos comerciales, el tamaño real promedio de cada categoría de depósito ha disminuido. Por ejemplo, comparado con 1970, en 1984 el tamaño promedio de un depósito a la vista había aumentado nominalmente en un 86 por ciento, pero en términos de poder adquisitivo constante había disminuido en un 61 por ciento. Los tamaños reales promedio de los depósitos de ahorro y a plazo mostraron una tendencia similar, disminuyendo en un 74 y un 76

por ciento, respectivamente. Sencillamente, a pesar de la necesidad de mantener saldos de operación en la forma de depósitos a la vista, los agentes económicos redujeron sus tenencias líquidas y a intereses bajos (Tabla 3).

Parte de esta sustitución ha sido dirigida hacia instrumentos de renta fija: bonos y cédulas hipotecarias emitidos por los bancos hipotecarios y de desarrollo y por las asociaciones de ahorro y préstamo. Hasta 1984 estos instrumentos se emitieron por plazos de uno a cinco años y ganaron un rendimiento nominal de hasta un 11,5 por ciento, se vendieron en denominaciones desde RD\$ 1.000, en muchos casos con pactos de recompra, y con el seguro proporcionado por la institución de Fomento de Hipotecas Aseguradas. Los certificados de depósito permiten obtener rendimientos mayores, de hasta un 15 por ciento anual. La mayoría, sin embargo, están sujetos a requisitos de depósito mínimo muy elevados y por lo tanto son accesibles solamente a una fracción reducida de la población. El saldo real de los valores de renta fija ha aumentado considerablemente desde 1974, reflejando tanto sus rendimientos relativamente atractivos como exenciones tributarias especiales, y en 1984 representaba aproximadamente un 7 por ciento del Producto Interno Bruto y una cuarta parte de todas las obligaciones de los MFR con el sector privado. (Tablas 4a y 4b). Aún así, su venta sufre por la falta de un mercado secundario organizado y por la inflexibilidad de los rendimientos nominales. Este crecimiento no ha sido suficiente para impedir el escape real de recursos desde los MFR.

Las actividades crediticias de los MFR también reflejan el proceso de desintermediación. En términos reales, los saldos totales de crédito han disminuido por lo menos en un 20 por ciento desde 1977. (Tablas 5a y 5b). Además, los datos sugieren una mayor contracción del crédito personal y comercial; por ejemplo, en 1977 los préstamos personales y comerciales representaban más del 26 por ciento de los saldos de crédito de los bancos comerciales, mientras que a junio de 1984 esta participación había disminuido a sólo un 19 por ciento y el valor deflatado de estos préstamos había disminuido en un 46 por ciento. Es decir, el volumen total de crédito de los MFR ha venido disminuyendo durante los dos últimos años y, además, la fracción de la cartera total destinada a clientes personales y comerciales se ha reducido. Este último grupo ha sido expulsado del sistema regulado.

Instituciones Financieras No Reguladas

A pesar de impedimentos considerables a la intermediación financiera (restricciones a los rendimientos nominales en los MFR, aumentos sustanciales en los déficits del sector público, en buena medida monetizados por el Banco Central, y tasas elevadas de inflación), el proceso de desintermediación en esta economía excepcionalmente abierta no ha llevado exclusivamente a la fuga de capitales. Una posible explicación se encuentra en el desarrollo de los MFNR. En unos pocos años, estas instituciones han crecido desde representar una participación relativamente modesta de la actividad financiera total, enfocada principalmente al financiamiento de los hogares, hasta una posición de importancia

considerable. Además, estas instituciones han atraído fondos no sólo de los MFR, sino también del extranjero, aliviando la magnitud de la fuga de capitales que de otra manera hubiera tenido lugar.

Resulta difícil, desde luego, proporcionar una visión completa de las compañías que componen los MFNR de la República Dominicana; con frecuencia algunas se acercan a la zona "gris" de las actividades financieras. A pesar de todo, debido a los esfuerzos de investigación del Proyecto de Movilización de Ahorros Rurales, hemos aprendido mucho acerca de las 600 compañías que aproximadamente constituyen el grueso de los MFNR (Tabla 7). Los MFNR pueden ser agregados en cuatro grupos principales: (a) sociedades inmobiliarias, (b) financieras comerciales, (c) casas de préstamos de menor cuantía y (d) otras compañías financieras, incluyendo casas de empeño y compra-ventas, pequeñas oficinas de préstamos personales y otras semejantes. Las primeras tres clases son las más importantes y para las que poseemos mayor información.

Brevemente, las características de estas compañías son las siguientes:

(a) Las sociedades inmobiliarias representan aproximadamente dos terceras partes de las compañías encontradas en los MFNR y casi un 20 por ciento del crédito total en la República Dominicana. Se especializan en crédito para vivienda: préstamos para nuevas construcciones, remodelaciones, muebles y aparatos electrodomésticos, hipotecas e incluso la contribución inicial para obtener una hipoteca. En buena medida su crecimiento coincidió con los

esfuerzos dominicanos de desarrollo a principios de la década de los años 70, que enfatizaron la construcción. Muchas de estas compañías se establecieron como afiliadas o subsidiarias de los bancos hipotecarios. Todos estos bancos establecieron relaciones con al menos una sociedad inmobiliaria. Estas relaciones no son, desde luego, circunstanciales. Dadas las restricciones sobre las tasas de interés y el otorgamiento del crédito a que se enfrentan las instituciones reguladas, éstas han escogido canalizar tanto fondos internos (hasta un 30 por ciento permitido de su capital total y reservas) como clientes potenciales hacia sus afiliadas no reguladas.

(b) Particularmente en los últimos cinco años, las financieras comerciales se han vuelto cada vez más importantes. En su mayoría están bien organizadas y también han creado vínculos con las instituciones reguladas. Este sector incluye varias compañías grandes, que han sido organizadas como segmentos de "grupos" financieros, a la Asociación Dominicana de Empresas Financieras (ADEFI), que incorpora 24 empresas un poco más pequeñas, y a un cierto número de pequeñas compañías independientes. Todas se especializan en préstamos a negocios, usualmente préstamos que no podrían obtenerse en los bancos comerciales o de desarrollo. Recientemente estas compañías han participado en acuerdos de cofinanciamiento con empresas reguladas. Las instituciones no reguladas financian los requerimientos de capital de trabajo, complementando los de inversión de los bancos comerciales y de desarrollo. ADEFI ofrece un contraste interesante con otras instituciones no reguladas. Establecida en 1983 como

un vehículo para contrarrestar la publicidad negativa que había acompañado al rápido crecimiento de los MFNR, ha tomado un papel más amplio, incluyendo la supervisión de un programa de "seguro de depósitos" y como un vehículo para sugerir normas sobre tasas de interés y capitalización mínima a sus miembros. La mayoría de los dueños de estas empresas ha tenido experiencia bancaria, una conexión que sin duda han retenido.

(c) Aproximadamente 100 casas de préstamos de menor cuantía están registradas y son reguladas, nominalmente, por las autoridades monetarias. Oficialmente se les permite hacer préstamos personales por montos de hasta RD\$ 500, a tasas de interés no mayores al 3 por ciento mensual. Sus actividades crediticias, sin embargo, se han extendido más allá de su autorización original y la mayoría conducen operaciones tanto en el mercado de pequeños préstamos personales como en el de grandes préstamos comerciales.

Las compañías no reguladas obtienen el grueso de sus recursos (63 por ciento) de depósitos individuales. Un 31 por ciento adicional representa el capital invertido y un 6 por ciento se obtuvo de préstamos bancarios, según una encuesta de 95 instituciones conducida por el proyecto. Se estima que los tres grupos principales de empresas no reguladas han recibido aproximadamente RD\$ 800 millones de fondos, suma que representa un 36 por ciento de los depósitos y valores de renta fija totales de las instituciones reguladas. Estos depósitos pagan entre un 1 y un 3 por ciento mensual, dependiendo del plazo y del monto.

Los préstamos hechos en los MFNR apoyan tanto actividades de consumo como la formación de capital de deudores que han sido

excluidos de los MFR. Las tasas de interés varían entre un 2 y un 3 por ciento por mes para los clientes comerciales y pueden alcanzar hasta un 20 por ciento mensual para deudores individuales. Los plazos generalmente son muy cortos, inferiores a un año en la mayoría de los casos, aunque préstamos bien garantizados pueden tener plazos de hasta tres años. Se estima que los saldos de crédito en los MFNR son aproximadamente RD\$ 730 millones, como una tercera parte de los saldos de crédito de sus contrapartes reguladas y una cuarta parte del crédito total en la República Dominicana.

Desarrollo de los Mercados no Regulados

Como muchos otros países latinoamericanos, durante la última década la República Dominicana ha experimentado aumentos sustanciales en los gastos públicos, que han tenido que ser financiados por el Banco Central y acreedores extranjeros. De hecho, los gastos del gobierno central aumentaron en un 76 por ciento, desde RD\$ 585 millones en 1976 hasta RD\$ 1.029 millones en 1982. Durante el mismo período, los ingresos tributarios aumentaron sólo en un 26 por ciento, desde RD\$ 538 millones hasta RD\$ 676 millones. La brecha entre gastos e ingresos tributarios fue cerrada sólo parcialmente con ingresos no tributarios (transferencias y ventas de servicios públicos). El resto fue monetizado, ya sea con préstamos directos del Banco Central o endeudamiento externo.

El rápido crecimiento de los gastos públicos aumentó la demanda por recursos financieros y, en ausencia de perfecta movi-

lidad internacional del capital, hubiera incrementado las tasas de interés internas, provocando el conocido efecto de "estrujamiento" (crowding out). La monetización del aumento de gastos por medio del financiamiento del Banco Central buscaría contrarrestar las presiones del mercado sobre las tasas de interés. Igualmente, los controles cambiarios y de precios buscarían aislar a la economía de las consecuencias de las políticas expansionistas. Pero, incluso bajo condiciones de rápido aumento de la asistencia externa, la elasticidad perfecta de la oferta es una imposibilidad; los recursos internos, especialmente la tierra y el capital, no son suficientemente flexibles y la oferta de bienes y servicios extranjeros, además de ser sensible a los precios está condicionada por la disponibilidad de divisas. Las autoridades podrían intentar mantener temporalmente el equilibrio utilizando para ello las reservas monetarias internacionales; de la misma manera, con controles de precios podrían restringir temporalmente el aumento en el precio de los recursos internos. Ambos enfoques serían, en el mejor de los casos, transitorios. Las presiones de demanda continuarían y el mecanismo de los precios inevitablemente entraría en juego: los costos de producción y el precio de equilibrio de la divisa aumentarían con la demanda.

Si no se permite que las tasas de interés internas fluctúen, el mayor gasto público necesariamente genera un exceso de demanda por bienes y servicios y un exceso de demanda paralelo por recursos financieros. Si no se permite que aumente el tipo de cambio, continuará dándose un exceso de demanda por divisas e importa-

ciones. Ambas políticas implican la necesidad de encontrar alguna forma de racionamiento o asignación de los recursos diferente al mercado, los que ha caracterizado a las políticas financieras y cambiarias de la República Dominicana a finales de la década de los años 70 y principios de la de los años 80.

Considérese el efecto específico sobre los mercados financieros. La oferta de recursos financieros por los MFR es una función del crédito interno, las políticas monetarias, especialmente los requisitos de encaje, y las tasas de interés relativas. Así, la oferta refleja las políticas crediticias del Banco Central (incluyendo la monetización de los gastos del sector público, el financiamiento especial de la inversión y el endeudamiento externo), la habilidad de los MFR para atraer ahorros internos hacia el sistema (tasas de interés internas y externas, ajustadas por el riesgo cambiario) y los arreglos institucionales. La demanda por fondos es una función de las tasas de interés internas, la inflación esperada y la demanda agregada que refleja los gastos planeados de inversión y consumo. Una expansión de los gastos del gobierno aumenta la demanda por recursos financieros y normalmente llevaría a tasas de interés internas más altas, pero los controles a las tasas de interés eliminan la oportunidad de que las instituciones reguladas atraigan nuevos recursos. Esencialmente, el Banco Central se enfrenta a dos opciones: expandir el crédito del Banco Central al sector privado, aumentando las presiones inflacionarias todavía más, o estimular a las instituciones reguladas a que adopten un racionamiento del crédito más estricto, por métodos diferentes

a las tasas de interés. Como el Banco Central de la República Dominicana ha sido conocedor de las implicaciones inflacionarias de un crecimiento monetario más rápido, hasta recientemente había efectivamente adoptado el último camino.

Por supuesto, una de las consecuencias ha sido el desarrollo de los MFNR paralelos. Como los depósitos bancarios y los títulos valores emitidos por las instituciones no reguladas difícilmente son sustitutos perfectos entre sí, los ahorrantes necesariamente demandan una prima para cubrirse del riesgo. El nivel de esta prima depende de la confianza que los ahorrantes tengan en las nuevas instituciones, comparada con la seguridad que les ofrece la supervisión del Banco Central y su garantía implícita para los depositantes en los MFR. La tasa mínima a la que se trasladarían recursos al mercado paralelo, por lo tanto, excedería a la tasa regulada en el monto de esa prima por riesgo. Del lado de la demanda, aquellos individuos desplazados de los MFR por el racionamiento buscarán fondos con las instituciones no reguladas. Los términos y condiciones de los préstamos (precios implícitos) y los costos asociados con la búsqueda y adquisición de información acerca de estas instituciones afectan la demanda. Esta demanda, como ocurre en el caso de la oferta, no es simplemente la diferencia entre la oferta y la demanda en el mercado regulado. Las tasas pagadas y cobradas en los MFNR, por lo tanto, son más elevadas que las de los MFR y también más altas que la tasa que equilibraría el mercado en ausencia de restricciones. Algunos ahorrantes y deudores individuales que son excluidos de los MFR por el proceso de racionamiento salen del mercado totalmente.

Esta es la esencia del efecto de "estrujamiento" (crowding out) y necesita ser enfatizado. Aunque el mercado paralelo cumple una función en proporcionar más intermediación financiera de la que existiría en una situación de tasas de interés controladas y de racionamiento, los niveles de ahorro y endeudamiento privado en los mercados regulados y no regulados combinados son necesariamente menores que lo que prevalecería en un mercado libre.

Diferencias entre los Dos Mercados

La oferta en los MFR depende de las propensiones a ahorrar, los ingresos y la sensibilidad a las tasas de interés asociada con las categorías específicas de instrumentos financieros. La oferta en los MFNR también depende de estos factores; se compone de ahorrantes quienes, a las tasas de interés controladas, consumirían una fracción mayor de su ingreso o ahorrarían en la forma de activos fijos o de valores extranjeros. Los rendimientos mayores de los MFNR los atraen desde estas alternativas. Los riesgos de insolvencia y las incertidumbres legales son mayores en los MFNR, por lo que se necesita un rendimiento mayor. Igualmente, la presencia de los MFNR en esencia duplica los costos de transacciones y, en la medida en que el tamaño de los préstamos es menor en el mercado no regulado, la información es más difícil de obtener y las imperfecciones limitan el acceso a las instituciones individuales, los costos de intermediación son considerablemente mayores.

Otras diferencias entre los MFR y los MFNR también son importantes. Por ejemplo, la evidencia sugiere que la estructura de plazos de los fondos colocados en los MFNR y de los préstamos que éstos otorgan es considerablemente más corta que en los MFR. Los ahorrantes no colocan sus fondos por no más de 60 a 90 días. Aunque a menudo se emiten certificados de depósito por el plazo de un año, éstos en efecto están sujetos sólo a penalidades modestas por el retiro anticipado. Igualmente, los préstamos se hacen a plazos muy cortos, como máximo de seis meses a un año. Uno sospecha que también existen diferencias considerables en cuanto a garantías y otros requisitos. Las operaciones crediticias en los MFNR podrían requerir una contribución de fondos propios del deudor mayor e insistir en más garantías reales. El hecho de que las tasas de interés excedan los límites legales pone en duda la capacidad de acreedores individuales para hacer valer sus demandas judicialmente contra deudores que no paguen.

Diferencias del lado de la demanda también se derivan de este análisis. Una fuente de estas diferencias resulta del proceso de asignación de fondos bajo condiciones en que las tasas de interés no equilibran el mercado. Brevemente, el mecanismo del mercado tendería a asignar los recursos financieros con base en los redimimientos esperados. Este no sería generalmente el caso bajo un racionamiento no de mercado, a tasas de interés controladas. Más bien, criterios como el patrimonio del deudor potencial (ingreso o activos) se usarían para distinguir entre clientes y estos factores podrían tener poco que ver

con el bienestar social. Además, esto implica que los deudores en los MFNR tenderán a tener ingresos menores, poseer negocios más pequeños y participar en líneas de actividad económica más nuevas y menos tradicionales. Los deudores de los MFNR podrían también tener tasas de preferencia temporal mayores, lo que sugiere que las elasticidades interés de la demanda probablemente difieran en ambos mercados, siendo la elasticidad en los MFNR sustancialmente menor.

Mercados Financieros y Distribución del Ingreso

Estudios previos de políticas financieras y cambiarias en países de ingresos bajos han sido enfocados hacia la asignación y la estabilidad, pero poco énfasis se le ha atribuido a sus implicaciones respecto a la distribución del ingreso. A través de su impacto en los términos y condiciones del acceso a los servicios financieros y a las divisas, sin embargo, estas políticas afectan la distribución de la riqueza. En particular, los límites, restricciones y otras distorsiones que resultan de tales políticas dan lugar a redistribuciones del ingreso, favoreciendo unos grupos a expensas de otros. La magnitud de este impacto depende del monto de las distorsiones, es decir, de la medida en que los precios controlados se desvían de sus valores de equilibrio (el grado del subsidio o impuesto implícito) y de la importancia relativa de los mercados controlados en la economía.

Los mercados financieros afectan la distribución del ingreso a través del acceso que proporcionan a las opciones para ahorrar

y a los préstamos. El acceso a facilidades de depósito aumenta las oportunidades de cartera de los dueños de la riqueza, mejorando sus combinaciones de riesgo y rendimiento, mientras que el acceso a los préstamos hace posible que los deudores aprovechen oportunidades de inversión todavía sin explotar. Tanto los depósitos como los préstamos aumentan las tasas de crecimiento de la riqueza. Además, el acceso diferencial proporciona oportunidades diferenciales para el crecimiento del ingreso y así afecta la distribución. Los costos de transacciones y las imperfecciones del mercado usualmente sesgan estas consecuencias distributivas en contra de los agentes más pequeños, pobres y riesgosos en la economía. Los instrumentos de represión financiera (límites a las tasas de interés, requisitos de encaje, monto mínimo para los depósitos, etc.) acentúan todavía más las implicaciones negativas sobre la distribución del ingreso de mercados no perfectos. Además, la represión financiera puede reducir y sesgar considerablemente el crecimiento económico, llevando a redistribuciones del ingreso adicionales.

Para los ahorrantes, las restricciones a las tasas de interés y los requisitos de depósito mínimo pueden llevar a tasas de rendimiento bajas, incluso sustancialmente negativas en términos reales. Esto es especialmente cierto en la medida en que ahorrantes de ingresos medios y bajos se ven limitados a abrir cuentas de ahorro en los MFR que rinden tasas de interés bajas (negativas en términos reales). En contraste, ahorrantes más adinerados no sólo tienen acceso a depósitos "asegurados" en los MFR con rendimientos mayores, pero también a valores extran-

jeros. Si bien uno podría anticipar algún diferencial entre los rendimientos obtenidos por cada grupo, en vista de los costos de transacciones y diferentes elasticidades de oferta, como lo indica Wai, algunos autores han sugerido que estos diferenciales podrían ser mucho mayores de lo que podría justificarse razonablemente en función del costo. A nivel agregado, políticas restrictivas de tasas de interés se espera que reduzcan los ahorros financieros, ya que estimulan a los ahorrantes de bajos ingresos a sustituir, en la medida de lo posible, ahorros financieros por compras "apalancadas" de residencias y otros bienes durables. La sustitución por parte de ahorrantes de altos ingresos podría ser mitigada sólo parcialmente por la creación de instrumentos de ahorro especiales y estos también buscarán mecanismos alternativos de ahorro. En ambos casos, la represión habrá incrementado el riesgo de la cartera, disminuido la tasa global de ahorro financiero y provocado una redistribución de la riqueza.

Para los deudores, las restricciones financieras tendrán tanto efectos precio como efectos cantidad (acceso diferencial). En primer lugar, como se sugirió, tasas de interés por debajo del nivel de equilibrio transfieren un subsidio directo a los que tienen éxito en endeudarse y el tamaño de este subsidio depende directamente del tamaño de los préstamos individuales. Las tasas nominales de préstamo en los MFR de la República Dominicana están fijadas al 12 por ciento anual. Esta tasa es complementada por una serie de comisiones y cobros que aumentan el costo efectivo de los fondos, pero estos no son siempre suficientes para generar una tasa de interés real positiva. A las tasas de interés

prevalecientes, por debajo de su nivel de equilibrio, el exceso de demanda requiere del uso de un proceso de asignación que no dependa de estas tasas. Además, aunque las políticas financieras podrían proporcionar incentivos especiales para favorecer a los deudores de bajos y medianos ingresos, efectivamente todos excepto los deudores más grandes o de ingresos más elevados probablemente serán excluidos de los MFR. En general, la represión financiera tiende a separar los deudores en tres clases: deudores no racionados, usualmente grandes y bien conocidos, que reciben el monto de crédito que demandan a la tasa de interés prevaleciente; deudores racionados, usualmente productores menos grandes, que reciben préstamos de un tamaño menor al que demandan a esa tasa de interés y deudores excluidos, que están dispuestos a endeudarse, pero no son aceptados. En consecuencia, sistemas financieros represivos tienden a redistribuir el crédito disponible hacia deudores de mayores en vez de menores o medianos ingresos, hacia las empresas más grandes en vez de las más pequeñas y hacia los productores tradicionales en vez de los innovadores. De hecho, nuestras encuestas muestran un endeudamiento creciente en los MFR por parte de las compañías grandes, que han aumentado sus líneas de crédito más allá de las necesidades inmediatas no sólo para protegerse de la inflación, sino también para mantener su participación en el mercado financiero, en anticipación a una mayor represión (loan hoarding). Es claro que, a pesar de las buenas intenciones, las restricciones financieras en la República Dominicana han agravado las consecuencias distributivas de la desigual dotación inicial de factores.

Finalmente, la represión financiera reduce el volumen total de recursos asignados a través de los mercados financieros. Esto necesariamente retarda y sesga el proceso de crecimiento económico. En ambos casos, las consecuencias para la distribución del ingreso son perversas. Aumentos en el ingreso global son la fuente principal de alivio de la pobreza en los países de ingresos bajos y en la medida en que los recursos financieros son una restricción al crecimiento, el sesgo es sustancial. Igualmente, la represión financiera sesga el pago a los factores a favor del capital y en contra del trabajo. Las tasas de interés subsidiadas estimulan tecnologías intensivas en uso del capital, aun cuando los recursos financieros de hecho no están disponibles.

Mercados Cambiarios

Un análisis similar puede elaborarse con respecto a los mercados cambiarios. Tipos de cambio fijos que no equilibran el mercado, al igual que las tasas de interés fijas, han generado un exceso de demanda, el racionamiento en el mercado oficial y la creación de instituciones paralelas no reguladas. Aunque estos dos procesos han tenido lugar, en cierta medida, desde mediados de la década de los años 70, el último de estos efectos ha dominado las actividades cambiarias de la República Dominicana durante la década de los años 80. El rápido crecimiento de las casas de cambio y, más recientemente, de los bancos de cambio, ilustra esta evolución.

Aunque una proporción creciente de la actividad cambiaria del país ha tenido lugar en el mercado paralelo, el sistema dual tiene muchas de las mismas implicaciones discutidas en el caso de los mercados financieros paralelos. En particular, los tipos de cambio han sido más elevados que los que hubieran prevalecido en un mercado libre, el volumen de divisas que pasa por los mercados (reflejando tanto las exportaciones como los movimientos de capital) ha sido más reducido y muchas exportaciones fueron excluidas del mercado por el impuesto cambiario implícito.

La represión cambiaria imita los efectos distributivos de la represión financiera. Es decir, el mercado cambiario oficial, que sobrevalúa el peso, con sus correspondientes controles cambiarios, ha creado sesgos en la economía dominicana que redistribuyen el ingreso adversamente. Las consecuencias de tipos de cambio sobrevaluados han sido discutidas en la literatura ampliamente y aquí resulta necesario enfatizar sólo tres aspectos distributivos. La sobrevaluación del tipo de cambio claramente discrimina contra los exportadores tradicionales, especialmente los agropecuarios. Esto penaliza directamente los ingresos rurales. Además, en la República Dominicana, las exportaciones tradicionales han tenido que pasar por el mercado oficial, mientras que "subsidios" moderados que incrementan ligeramente los precios efectivos no han estado cerca de una compensación total. La sobrevaluación del tipo de cambio también crea un sesgo urbano a través de la sustitución de producción interna por bienes importados. Esto es particularmente cierto cuando el contenido importado del consumo urbano es mucho mayor que el del consumo

rural. Si bien el desarrollo de los mercados paralelos compensa parcialmente estos efectos, el beneficio es asimétrico, modificando los precios y montos de las importaciones mucho más que los ingresos rurales.

Represión Financiera y Desigualdad en la República Dominicana

Tres características de los mercados regulados y no regulados pueden ser contrastadas a fin de derivar conclusiones con respecto a la distribución del ingreso: las tasas de interés, el riesgo institucional y la segmentación del mercado.

La estructura de las tasas de interés pagadas por los fondos atraídos por las instituciones y cobradas en sus actividades de préstamo proporcionan información valiosa acerca de los mercados financieros dominicanos. Nos interesa la estructura relativa de tasas en los mercados regulados y no regulados y su impacto sobre la distribución.

En los MFR de la República Dominicana, las tasas de interés nominales pagadas por los fondos atraídos del público van desde cero, sobre los depósitos a la vista de los bancos comerciales, hasta 15 por ciento para los certificados de depósito a tres años emitidos por los bancos de desarrollo. Hay, por supuesto, diferencias institucionales considerables, tanto en términos de la capacidad para usar determinados instrumentos de ahorro y del costo promedio de conseguir los fondos. Por ejemplo, sólo los bancos comerciales pueden emitir depósitos a la vista y sólo estos bancos y las asociaciones de ahorro y préstamo pueden recibir depósitos de ahorro. A principios de 1984, los depósitos

a la vista representaban casi un 40 por ciento de los depósitos de los bancos comerciales. Un 22 por ciento adicional lo constituían depósitos de ahorro que pagan sólo un 5 por ciento anual de interés. Sólo un 2 por ciento del total de depósitos en los bancos comerciales eran en la forma de certificados con tasas elevadas. Así, el costo promedio por intereses para estas instituciones fue sólo de un 4,2 a un 4,5 por ciento. Estos costos podrían aumentar con la promoción del certificado financiero. En contraste, los depósitos representan sólo un 5 por ciento de los pasivos totales de los bancos hipotecarios, mientras que los bancos de desarrollo pueden emitir sólo instrumentos de renta fija. Por eso, ambos tipos de institución tienen un costo por intereses promedio entre 11,5 y 12,0 por ciento, dependiendo de la estructura de plazos de sus pasivos. Las asociaciones de ahorro y préstamo tienen costos por intereses intermedios, de aproximadamente un 10 por ciento, sobre la base de un 60 por ciento de depósitos y un 40 por ciento de instrumentos de renta fija. Además, todos incurren en costos de manejo de los depósitos.

Los intereses ofrecidos en los MFR no son particularmente atractivos para los ahorrantes, especialmente en términos reales. Se estima que en 1984 los precios al consumidor aumentaron al menos en un 35 por ciento. Así, las cuentas de ahorro ganaron aproximadamente -20 por ciento y los certificados de depósito de mayor plazo, con un monto mínimo de RD\$ 50.000 y una tasa nominal de interés del 15 por ciento, obtuvieron un rendimiento real del -10,5 por ciento. En 1983, con una tasa de inflación más mode-

rada (15,4 por ciento), el mejor rendimiento real que se podía obtener en los MFR fue de -0,35 por ciento.

En el caso de pasivos de renta fija diferentes a los depósitos, los bajos rendimientos se combinan con la ausencia de un mercado secundario viable. Los bonos, cédulas hipotecarias y contratos de participación hipotecaria pagan desde 9,0 hasta 12,0 por ciento, según el plazo (de uno a más de cinco años). Estos instrumentos son comprados primordialmente por compañías financieras y no financieras bajo condiciones que les permiten reducir sus obligaciones tributarias de acuerdo con la legislación existente. Sin este incentivo, sin embargo, es poco probable que estos instrumentos pudieran atraer suficiente demanda. Si bien algunos de estos instrumentos se obtienen con pactos de recompra, esta condición refleja acuerdos privados entre la institución y el comprador.

En contraste, las tasas de interés que se pagan para atraer los ahorros privados en los MFNR son mucho mayores, obteniéndose rendimientos reales positivos aún después de ajustar por la inflación. Con base en una encuesta de estas instituciones conducida por el Banco Central, los pagos de interés por certificados a un año varían entre 1,5 y 2,5 por ciento mensual (entre 19,6 y 34,5 por ciento anual). Las diferencias entre rendimientos reflejan el tamaño y, en menor medida, el plazo de cada contrato individual. Por ejemplo, una financiera comercial entrevistada contaba con aproximadamente 60 cuentas. El depósito mínimo era por RD\$ 100 (la cuenta del hijo de un cliente), pero el tamaño promedio era DR\$ 10.300 y una cuenta sumaba RD\$ 100.000.

Además, aunque el interés mínimo era 1,5 por ciento mensual (19,6 por ciento anual), la cuenta promedio ganaba 2,0 por ciento mensual (26,8 por ciento anual). Las cuentas mayores ganaban 3,0 por ciento mensual. Finalmente, todos los certificados fueron emitidos por un año; informalmente, sin embargo, se reconoció que los fondos colocados en depósito podrían ser retirados en cualquier momento, sujetos a una penalidad en el interés del 1,0 por ciento mensual.

Estas comparaciones tienen varias implicaciones obvias. Primero, es claro que los MFNR poseen oportunidades sustanciales para atraer fondos, tanto de los MFR como del extranjero. Las instituciones de los MFNR pagan más del doble por los fondos que sus contrapartes reguladas, para plazos comparables. Segundo, dadas estas diferencias y el hecho de que transferencias masivas no han ocurrido todavía, es claro que muchos ahorrantes potenciales aún tienen reservas acerca de la seguridad de los MFNR o se enfrentan a costos de transacciones importantes.

Las tasas de interés cobradas en los MFR y, nominalmente, por todas las instituciones que otorgan préstamos en la República Dominicana están limitadas a un máximo de 12 por ciento anual. Las casas de préstamos de menor cuantía están exentas de esta restricción para préstamos menores a RD\$ 500. En este caso la tasa máxima es del 3 por ciento mensual. Además, las instituciones reguladas tienen permitido cobrar comisiones y costos de cierre de hasta un 6 por ciento del monto del préstamo. Así, en el caso de préstamos a un año, la tasa nominal efectiva sería del 18 por ciento. Para préstamos a mayor plazo, la tasa

permitida resulta algo inferior al 18 por ciento. Es decir, la comisión del 6 por ciento puede cobrarse por sólo una vez y por eso el costo nominal del préstamo disminuye con el plazo. Así, la estructura de tasas de interés contiene un fuerte incentivo para acortar los plazos. En la práctica, por supuesto, la tasa efectiva puede ser algo mayor, dependiendo del método empleado por la institución para calcular los intereses y la amortización de los préstamos en la cartera. Si, por ejemplo, el cliente paga primero la comisión de cierre y recibe el 94 por ciento del valor facial del préstamo, la tasa efectiva es del 18,8 por ciento. Si los préstamos son por períodos cortos, de 90 o 180 días, la comisión puede cobrarse varias veces al año, aumentando sustancialmente el verdadero costo de los fondos. Según el tipo de cliente, las instituciones reguladas pueden imponer costos adicionales a los deudores. Se ha sugerido, por ejemplo, que los depósitos compensatorios requeridos pueden representar del 10 al 15 por ciento del monto del préstamo y que se espera que los clientes compren otros servicios financieros compulsorios (como seguros) suministrados por el "grupo" financiero.

Los intereses cobrados en los MFNR son considerablemente más elevados que los de las instituciones reguladas, aún después de las comisiones. Existe, además, una segmentación sustancial del mercado, que se refleja en el margen entre préstamos comerciales y personales. Los préstamos de las financieras comerciales a sus clientes comerciales preferidos parecen ser bastante competitivos con los bancos comerciales y otras instituciones reguladas. Las tasas cobradas a los clientes comerciales por los miembros de

ADEFI son aproximadamente 3 por ciento mensual. Oficialmente la tasa nominal es del 12 por ciento anual, pero las comisiones van del 12 al 15 por ciento. Si el interés se calcula sobre el saldo insoluto, el costo efectivo mínimo de un préstamo anual para el deudor está entre 34 y 39 por ciento, más o menos. Un préstamo rendido cuatro veces en un año tendría un costo efectivo cercano al 120 por ciento. Sin embargo, muchos clientes acuden a los MFNR porque no encuentran financiamiento disponible en los MFR y los costos reflejan esta circunstancia. Muchos clientes comerciales pagan intereses efectivos del 5 por ciento mensual y más. Por otra parte, hay evidencia de complementareidad entre los dos mercados en sus operaciones crediticias. Mientras que las instituciones reguladas financian activos fijos, las no reguladas financian capital de trabajo, como parte de una operación conjunta (pooling), pero este tipo de acuerdo hasta ahora parece ocurrir en un ámbito limitado.

Una encuesta de pequeñas empresas en Santiago dió lugar a comparaciones semejantes. El costo promedio por intereses de los préstamos obtenidos en los MFR fue aproximadamente del 1,8 por ciento mensual (de 22 a 26 por ciento anual). En contraste, la tasa de interés promedio pagada en los MFNR fué del 5,34 por ciento (entre 65 y 70 por ciento anual. Véase la Tabla 8).

Las tasas de interés cobradas sobre préstamos personales por las inmobiliarias y otras compañías de crédito personal pueden ser sustancialmente mayores. En Santo Domingo, préstamos para automóviles requieren un interés nominal del 2 al 6 por ciento mensual y un costo efectivo del 3,6 al 10,5 por ciento

mensual. Estos préstamos generalmente usan el automóvil como garantía y pueden evadir las restricciones a las tasas nominales "alquilando" oficialmente el vehículo al deudor, mediante un acuerdo en el que el acreedor retiene el título de propiedad. Los deudores pagan un alquiler mensual igual al interés más la amortización correspondientes y cuando terminan de pagar reciben los papeles de propiedad. Las tasas de interés van del 3,0 al 4,5 por ciento mensual, con un costo efectivo del 5,0 al 8,0 por ciento mensual. Resulta difícil establecer una relación precisa entre plazo e interés con base en la encuesta de instituciones. Virtualmente todos los préstamos de los MFNR son por períodos menores a un año. Las diferencias en la tasa de interés para préstamos de 6 meses o a un año parecen no ser sustanciales.

Ejemplos extremos de costos por intereses abundan en los MFNR:

(a) Los negocios de compra y venta (pawnshops) reciben activos tangibles como muebles, ropa y otros artículos domésticos en garantía por préstamos a corto plazo. Estos negocios descuentan el valor estimado de estos activos a tasas de interés muy elevadas, posiblemente entre el 15 y el 20 por ciento mensual.

(b) Se reporta acerca de acreedores que cobran uno por ciento diario. El deudor está obligado a depositar un cheque firmado pero sin fecha por el monto del préstamo. Además, cada día debe pagar un uno por ciento de interés y dos por ciento los sábados. Si falla en un solo pago, el cheque es cambiado. La tasa de interés compuesto anual es del 378 por ciento.

(c) Prestamistas (clubs nocturnos, bares, restaurantes)

cerca del puerto descuentan los salarios esperados a una tasa del 20 por ciento diario. Un marinero, por ejemplo, esperando el pago de dos días de trabajo y con prueba de un cheque futuro descuenta la boleta a esa tasa. La tasa anual de interés compuesto es del 791 por ciento. Los casos extremos, reflejando el costo de intereses para quienes son excluidos tanto de los MFR como del segmento principal de los MFNR, corresponden a los deudores de más bajos ingresos, tanto microempresas como hogares pobres.

Los diferenciales entre las tasas de interés y las condiciones en los MFR y los MFNR son enormes. Por una parte, los MFNR son primordialmente mercados de corto plazo, con préstamos de 180 días a un año. Las tasas de interés en este mercado son elevadas, reflejando los costos de obtener los fondos (internamente y en el extranjero), una clientela que ha sido desplazada hacia este mercado por los procesos de racionamiento en los MFR y el desequilibrio de tasas de interés y las ineficiencias asociadas con una escala relativamente reducida de operaciones de crédito en los MFNR. Por otra parte, los MFR nominalmente atienden toda la gama de plazos, pero la estructura de tasas de interés penaliza a las instituciones que prestan a plazos más largos, como los bancos hipotecarios y los de desarrollo, así como las asociaciones de ahorro y crédito. Además, el acceso a este mercado está severamente limitado.

Los diferenciales de tasas de interés entre los dos mercados son muy amplios, mucho más de lo que se observa en relación con los depósitos. Mientras que los MFR prestan a tasas de interés

de hasta 18+ por ciento, las instituciones no reguladas cobran por lo menos 30 por ciento, en el caso de los acreedores comerciales y más del 100 por ciento en préstamos personales y de vivienda.

En los MFR, el margen entre las tasas de interés activas (sobre los préstamos) y las pasivas (para depósitos) los regulan las autoridades monetarias. Estos márgenes van desde aproximadamente 14 por ciento en el caso de los bancos comerciales (con pago a los depósitos de 4 por ciento y cobro a los préstamos de más del 18 por ciento) hasta aproximadamente 6 por ciento para los bancos hipotecarios y de desarrollo. Estos márgenes deben ser ajustados en función de los requisitos de encaje legal, para determinar el margen neto para estas instituciones. Eso resulta en un margen ajustado de aproximadamente 8 por ciento para los bancos comerciales y de 4 a 5 por ciento para los bancos hipotecarios y de desarrollo.

Estos márgenes de los mercados regulados no son nada en comparación con los observados en los MFNR. En estos mercados el margen es de al menos un uno por ciento mensual (12 por ciento anual) para varias de las financieras comerciales y puede ser considerablemente mayor, de hasta 60 y 70 por ciento, en las inmobiliarias y compañías de crédito personal. En el extremo, el margen puede alcanzar 100 puntos porcentuales.

Qué explica estas grandes diferencias en márgenes entre tasas pasivas y activas en los mercados regulados y no regulados y su nivel en términos absolutos? Cinco factores sobresalen: (a) inversiones forzosas y requisitos de reserva en los mercados regulados; (b) imperfecciones generadas por el mecanismo de racio-

namiento por medio del que las instituciones reguladas deben asignar el crédito disponible; (c) ineficiencias en las operaciones de las instituciones no reguladas; (d) competencia imperfecta y segmentación del mercado en los MFNR y (e) expectativas de los inversionistas con respecto a los precios internos, las tasas de interés y los tipos de cambio.

Solvencia y Liquidez

Los gerentes de instituciones financieras buscan maximizar ganancias, en el largo plazo. Otros objetivos intermedios, sin embargo, son necesarios para alcanzar este resultado, incluyendo la seguridad o solvencia de la institución y su liquidez. De acuerdo con Henning, las instituciones deben "permanecer solventes en el largo plazo (el valor realizable de sus activos debe ser igual a sus pasivos legales más el valor de la cuenta de "capital") y deben estar en capacidad de asegurar la convertibilidad de los depósitos en efectivo en el corto plazo, si sus expectativas de ganancia han de realizarse." Si no existieran riesgos ni incertidumbres, estos objetivos no le presentarían ningún problema a los gerentes financieros. El comportamiento de los activos sería conocido y manejable y los retiros de fondos depositados con la institución serían predecibles. El control de la solvencia a largo plazo de los bancos comerciales y de desarrollo generalmente se logra por medio de las regulaciones impuestas por las autoridades monetarias. Existen prohibiciones contra inversiones en ciertos activos, límites al grado de exposición y requisitos de encaje.

En qué medida manejan, en la realidad, sus carteras las instituciones de los MFR y los MFNR en contraste con principios aceptados? Cuatro medidas de solvencia institucional interrelacionadas indican la manera en que las empresas se han apalancado sobre su capital invertido (leverage), atrayendo ahorros privados para sus operaciones de crédito: la razón deuda/patrimonio (pasivos con respecto al capital pagado), la razón de los pasivos totales frente a los activos totales, la razón de los activos al capital pagado y la razón de activos al capital total (Tabla 9).

En los MFR, los bancos hipotecarios y de desarrollo tienen razones deuda/patrimonio de 2,1 a 2,2. Es decir, han recibido depósitos y emitido otros pasivos por RD\$ 2 por cada RD\$ 1 de capital acumulado. Las razones deuda/patrimonio para los bancos comerciales son mucho mayores, reflejando su habilidad para atraer depósitos a la vista y otros depósitos de corto plazo. Otros indicadores proporcionan resultados consistentes. Los bancos comerciales tienen una razón activos/capital de 9,01, comparada con razones de 3,3 a 4,0 para las otras instituciones.

Las instituciones financieras no reguladas muestran una diversidad similar. Como grupo, 65 financieras tenían razones deuda/patrimonio de 2,32 (de 1,7 para las empresas más pequeñas y 3,2 para las mayores), lo que es semejante a los bancos hipotecarios y de desarrollo. La razón era algo mayor para las especializadas en vivienda (3,8). La razón activo/patrimonio promedio era 3,32 y los pasivos financiaron aproximadamente 70 por ciento de los activos totales. Sólo en este último sentido estaban estas instituciones fuera de los límites correspondientes a sus

contrapartes reguladas. En contraste, los miembros de ADEFI mostraron una estructura financiera parecida a la de los bancos comerciales, lo que probablemente refleje la procedencia de los gerentes de ADEFI.

Los valores promedio de estas razones encubren la variabilidad entre instituciones. Entre las financieras más grandes, los pasivos financiaron aproximadamente el 76 por ciento de los activos totales, con valores desde 13,5 por ciento hasta 92 por ciento. Igualmente, para las financieras más pequeñas, la proporción de los activos financiada con depósitos varió entre un uno y casi un 100 por ciento, lo que sugiere que virtualmente no tienen capital invertido. En todo caso, no existe un patrón regular. Con base en la muestra de 65 financieras, los datos no muestran que la compañía promedio esté significativamente descapitalizada, a pesar de su tamaño relativamente pequeño. Sin embargo, existen variaciones considerables y para muchas empresas la proporción de los activos totales financiada con deuda a corto plazo es muy elevada. Esto simultáneamente limita el riesgo de los dueños y aumenta la probabilidad de pérdida de los fondos para los depositantes.

Además del riesgo a que se enfrentan los depositantes por la falta de capitalización y por la proporción de activos totales financiada con depósitos, también debe cuestionarse la calidad de los activos mismos. De nuevo, en los MFR hay límites y prohibiciones que apoyan el valor subyacente de los activos individuales en la cartera de la institución. Estas restricciones no se aplican en los MFNR. El proceso que ha llevado a la creación

del mercado no regulado ha aumentado los riesgos promedios. Los deudores excluidos de los MFR por el proceso de racionamiento tienen riesgos de crédito mayores. Igualmente, una gran proporción de los clientes que acuden a los MFNR son individuos más bien que empresas, con riesgos de morosidad relativamente mayores. Esta combinación plantea serias dudas acerca de la seguridad global del inversionista típico.

La liquidez adecuada, necesaria para hacerle frente a variaciones de los depósitos en el corto plazo y a las fluctuaciones en la estructura global de la deuda en el largo plazo, es una precondition para el manejo financiero exitoso. En el extremo, la imposibilidad de honrar una única solicitud de retiro de un cliente podría ser suficiente para destruir la credibilidad de la institución. Todas las instituciones tratan de lograrlo, pero cuán cerca del margen pueden llegar? Cuán líquidos son los activos que mantienen? Cuáles fuentes secundarias de liquidez están disponibles?

En el mercado regulado las necesidades de liquidez son parcialmente satisfechas por el encaje legal. Las instituciones deben mantener entre 10 y 100 por ciento de sus pasivos en encaje, según la clase de pasivo y de institución. En los MFNR no existe algo comparable. Cualquier previsión para liquidez descansa en la decisión individual. Por eso debe evaluarse la medida en que estas empresas llenan las expectativas mínimas. Varias razones de desempeño se pueden usar, incluyendo la razón de caja y depósitos bancarios a pasivos de corto plazo y las

razones de los activos de corto plazo a los pasivos de corto plazo y a los pasivos totales, respectivamente (Tabla 10).

Una de las comparaciones más dramáticas se refiere a la razón de caja y depósitos bancarios a las obligaciones de corto plazo. Para las instituciones reguladas el promedio de esta razón fue 114 por ciento para los bancos comerciales y 136 por ciento para los bancos hipotecarios y de desarrollo. (Las obligaciones a corto plazo incluyen todos los depósitos). Para las instituciones no reguladas esta razón es mucho menor: 5,3 por ciento para toda la muestra y 6,8 por ciento para los miembros de ADEFI. En el caso de las financieras más grandes fue sólo 1,9 por ciento y en el de las inmobiliarias 1,4 por ciento. Parte de la diferencia se debe a un problema de definición; las financieras legalmente no pueden recibir depósitos. Pero incluso si uno ajustara estas cifras por un factor de tres o cuatro, siempre habría una diferencia significativa: las instituciones no reguladas tienen un grado de liquidez significativamente menor que sus contrapartes reguladas.

La mayoría de las compañías reguladas tienen una capacidad considerable en sus activos corrientes para cubrir sus pasivos de corto plazo y en promedio la razón de activos corrientes a pasivos corrientes es del orden del 1,17:1. Aunque no existe una regla fija, una razón más satisfactoria se aproximaría a 2:1. En resumen, la información de los balances de situación para los MFNR sugiere fuertemente que ha habido un aumento relativo en el riesgo de los depositantes, tanto con respecto a solvencia como a liquidez.

Segmentación del Mercado

La encuesta de instituciones financieras y cambiarias reguladas y no reguladas en la República Dominicana revela claramente una segmentación del mercado significativa. Es decir, las operaciones de estas compañías parecen estar orientadas hacia distintos grupos de clientes. Una posible taxonomía consideraría cuatro grupos. En los MFR los miembros de los "grupos" financieros y otros clientes preferidos tendrían acceso inmediato al crédito subsidiado. Los depósitos a bajo interés del mercado regulado constituyen una fuente limitada de fondos a bajo costo para estos deudores. Durante los últimos dos o tres años, los préstamos fueron otorgados a estos clientes a tasas de interés aproximadamente 10 a 12 puntos por debajo de lo que razonablemente constituiría una tasa de interés de equilibrio (una tasa real de 5 por ciento, por ejemplo). Además, las entrevistas con estos deudores indicaron un aumento en la demanda de préstamos (retención de líneas de crédito) considerable.

Un grupo menos favorecido de clientes no preferidos tiene acceso a los fondos de los MFR, pero a precios implícitos mucho más elevados. La combinación de depósitos compensatorios, pago anticipado de los intereses y venta compulsoria de servicios financieros aumenta sustancialmente el costo efectivo de los fondos, por encima del límite del 18 por ciento impuesto por las autoridades. En estos casos los intereses efectivos podrían de hecho aproximarse a la tasa de un mercado libre y sin duda son competitivas con las tasas cobradas en el extremo comercial de los MFNR.

Un tercer grupo consiste de los deudores preferidos de los MFNR. Estos parecen ser clientes que no pueden lograr acceso al crédito subsidiado de los MFR, en vista del exceso de demanda por fondos, pero que son elegibles para préstamos de los miembros de ADEFI y de las financieras comerciales grandes. Las tasas de interés son altas, reflejando tanto el costo de los fondos como ineficiencias del mercado, pero al menos los fondos están disponibles. Hay, sin duda, una pérdida social (deadweight loss) debido a las imperfecciones del mercado, pero el efecto neto sobre el bienestar parece ser positivo.

Finalmente, un cuarto grupo consiste de "otros clientes", que se endeudan con las inmobiliarias o compañías financieras especializadas en atender crédito personal y para automóviles y préstamos a pequeñas empresas. Las tasas de interés en este segmento del mercado son muy elevadas, muy por encima de cualquier tasa esperada de equilibrio. Los elevados costos de los fondos para estos deudores sugieren una redistribución del ingreso considerable.

Aunque menos pronunciada, la segmentación del mercado también existe del lado de los ahorrantes. Las restricciones cuantitativas al acceso a los instrumentos de rendimientos elevados en los MFR también se trasladan a los MFNR. En el extremo pareciera que los ahorrantes más pequeños proporcionan los fondos para los clientes preferidos. Los ahorrantes de ingresos altos, a su vez, proporcionan fondos para los deudores de ingresos bajos. Ambos esquemas redistribuyen el ingreso de abajo a arriba.

Represión Financiera y Distribución del Ingreso

Varias tendencias definidas surgen de nuestra revisión de la intermediación financiera y el funcionamiento de los mercados cambiarios en la República Dominicana, que sugieren direcciones posibles para una reforma.

Primero, es claro que, en ausencia de los MFNR, la represión financiera impone un costo severo desde la perspectiva de la distribución del ingreso. Este costo tiene lugar en ambas vertientes del proceso de intermediación. La represión financiera implica un sesgo contra el pequeño ahorrante, que no tiene capacidad para transferir sus tenencias de activos financieros hacia depósitos alternativos con rendimientos mayores. A la vez, a través de los mecanismos de "la ley de hierro de las restricciones a las tasas de interés", los préstamos transfieren un subsidio a deudores preferidos tradicionales, usualmente miembros de los "grupos" industriales. El acceso al crédito subsidiado lo logran aquellos al extremo superior del espectro de ingresos. Este efecto es magnificado por una demanda precaucionaria adicional por parte de estos deudores. Otros deudores, o son penalizados por costos financieros ocultos y otros costos implícitos, o no obtienen acceso a los mercados regulados del todo. En ambos casos la penalización puede ser severa. Igualmente, en ausencia de un mercado cambiario no regulado, la represión cambiaria también impone un costo distributivo. Aquí el sesgo es contra los exportadores, el empleo del trabajo y, especialmente, el sector rural.

Segundo, el desarrollo de instituciones no reguladas parcialmente alivia este impacto distributivo, tanto en términos de los rendimientos reales para los ahorrantes y del acceso a fondos prestados. Las instituciones no reguladas ofrecen rendimientos sustancialmente mayores por los ahorros y la evidencia definitivamente sugiere un incremento en la tasa global de ahorro financiero y una reversión de la fuga de capitales, además de una transferencia de fondos del sistema regulado. Los MFNR aumentaron las opciones para ahorrar en el país, pero estos beneficios no se lograron sin costo. Los requisitos de depósito mínimo se mantienen al "extremo más seguro" de los MFNR, lo que sugiere que el acceso a estos instrumentos de mayor rendimiento no es posible para todos. Además, los riesgos y costos de los depósitos aumentan sustancialmente a lo largo del espectro que va desde las grandes financieras comerciales hasta las compañías de préstamos personales. El acceso a préstamos en los MFNR claramente beneficia a los hogares de ingresos bajos y empresas pequeñas, pero el costo de los fondos es considerable. Sólo algunos clientes han obtenido préstamos a un costo relativamente modesto, gracias a la disponibilidad de un volumen de fondos prestables mayor del que de otras maneras hubiera existido o su acceso a "paquetes financieros", con participación tanto de los MFR como de los MFNR. Clientes menos favorecidos pagan tasas de interés sustancialmente mayores, que reflejan costos de transacciones y riesgos más elevados. Los mercados financieros y cambiarios no regulados así afectan positivamente la distribución del ingreso, en comparación con lo que ocurriría con la represión financiera en ausencia

de ellos, pero no son un sustituto perfecto de un mercado totalmente integrado.

Tercero, estos descubrimientos contradicen la creencia popular de que una reforma financiera perjudicaría la distribución. Aunque probablemente la liberalización financiera llevaría a un aumento en la estructura de tasas de interés en los MFR, esto se vería más que compensado por la reducción de tasas en los MFNR. De hecho, estos resultados sugieren que la liberalización disminuiría el costo promedio de los fondos, aumentaría la disponibilidad de recursos para pequeñas empresas y deudores de ingresos bajos y reduciría los riesgos financieros globales. Usualmente se ignora estas tendencias en el análisis de los costos y beneficios de reformas alternativas.

Finalmente, nuestro trabajo sugiere lineamientos para una reforma financiera, enfatiza la deseabilidad de políticas que eliminen las restricciones a los precios y a la asignación de los servicios financieros que actualmente existen en los MFR y que mejoren el acceso a los MFNR. Las reformas específicas en los MFR y los MFNR enfocarían: (a) los requisitos de encaje, sustituyendo la compleja estructura actual por un sistema simple y uniforme, que se aplicara por igual a todas las instituciones financieras; (b) las tasas de interés, eliminando la mayoría de los límites existentes; (c) montos mínimos de depósito, reduciendo las restricciones sobre los certificados financieros y otros instrumentos de ahorro; (d) mercados secundarios, proporcionando un mercado abierto para la reventa de instrumentos de largo plazo, (e) publicidad, haciendo la

información acerca de las operaciones, precios y costos de todas las instituciones disponibles al público y (f) riesgo, buscando proporcionar lineamientos operacionales mínimos a las instituciones de ambos mercados.

Bibliography

Dale W. Adams, Douglas H. Graham and J.D. Von Pischke (eds.), Undermining Rural Development With Cheap Credit, Westview Special Studies in Social, Political and Economic Development, 1984.

Anthony Bottomley, "Interest Rate Determination in Underdeveloped Rural Areas," in Von Pischke, et al (eds.), pp.243-250.

C. Clotfelter and C. Lieberman, "On the Distributional Impact of Federal Interest Rate Restrictions," The Journal of Finance 33 (March 1978) 199-213.

Andres S. Dauhajre, "Two Decades of Economic Policies," Conference on Financial Crisis, Foreign Assistance, and Domestic Resource Mobilization in the Caribbean Basin, Ohio State University, Columbus, Ohio, April 1984.

Maxwell J. Fry, "Models of Financially Repressed Developing Economies," World Development 10, No. 9 (1982) 731-750.

Claudio Gonzalez-Vega, "Interest Rate Restrictions and Income Distribution," American Journal of Agricultural Economics 59 (1977) 973-976.

_____, "Cheap Agricultural Credit: Redistribution in Reverse," in Adams, Graham and VonPischke (eds.), pp 120-132, 1984.

Edward J. Kane, "Good Intentions and the Unintended Evil: The Case Against Selective Credit Allocation," Journal of Money Credit and Banking 9 (February 1977) 55-69.

Anthony Lanyi and Rusdu Saracoglu, "The Importance of Interest Rates in Developing Economies," Finance and Development 20 (June 1983) 20-23.

Edward C. Lawrence and Gregory E. Elliehausen, "The Impact of Federal Interest Rate Regulations on the Small Saver: Further Evidence," Journal of Finance 36, No. 3 (June 1981) 677-684.

Ronald I. McKinnon, Money and Capital in Economic Development, Brookings Institution, 1973.

Guy Pfeffermann, "Overvalued Exchange Rates and Development," Finance and Development 22, No. 1 (March 1985) 17-19.

Clark W. Reynolds and Jaime I. Corredor, "The Effects of the Financial System on the Distribution of Income and Wealth in Mexico," Food Research Institute Studies XV (1976) 71-89.

Alan R. Roe, "Some Theory Concerning the Role and Failings of Financial Intermediation in Less Developed Countries," World Bank Staff Working

Paper, No. 39 (1979).

Edward S. Shaw, Financial Deepening in Economic Development, Oxford University Press, 1973.

Robert C. Vogel, "The Effect of Subsidized Agricultural Credit on Income Distribution in Costa Rica," in Adams, et. al. (1984).

_____, "Savings Mobilization: The Forgotten Half of Rural Finance," in Adams, et. al. (1984).

J.D. Von Pischke, Dale Adams and Gordon Donald, Rural Financial Markets in Developing Countries, EDI Series in Economic Development, Johns Hopkins Press, 1983.

U. Tun Wai, "Interest Rates Outside the Organized Money Markets," IMF Staff Papers 6 (November 1957) 80-125.

James E. Zinser, Zunilda Paniagua, Nieves Marmol de Periche, Agueda Lember de Checo, and Adriana Martinez, El Mercado Financiero No Regulado en Republica Dominicana, Banco Central de la Republica Dominicana, Departamento Financiero (Rural Savings Mobilization Project), 1984.

Notes

1. This paper builds upon research efforts conducted by the authors and members of the Rural Savings Mobilization Project, coordinated by the Department of Agricultural Economics of the Ohio State University and the Financial Department of the Central Bank of the Dominican Republic, funded by the Agency for International Development. See, J. Zinser, et al. (1984). The conclusions and recommendations of this paper, of course, are solely those of the authors and do not necessarily coincide with those of the Central Bank and other institutions or individuals who have participated in this project.
2. The authors are Professors of Agricultural Economics and of Economics at the Ohio State University and Professor of Economics at Oberlin College, respectively.
3. Through 1984 these instruments were issued for maturities of from one to five years and earned a nominal return of up to 11.5%. They are sold in denominations of from RD\$1,000 and in many instances carry both repurchase agreements and insurance provided by the national mortgage guarantee association (Fomento de Hipotecas Aseguradas). Higher yield certificates of deposit are also available, with yields of up to 15%; most, however, are subject to very high minimum deposit requirements and are available only to a limited fraction of the population.
4. Financial information on 95 non-regulated institutions was collected by the Project. The sample included 18 members of ADEFI, and 77 commercial and household credit companies located in Santo Domingo and Santiago. A full description of this sample is given in Zinser, et al (1984).
5. The average interest costs to these institutions could substantially increase whenever customers convert deposit holdings in the BCs to certificados financieros. Through early 1984 this had not been done, in part due to the very large minimum deposit requirements. As these requirements are eased, a substantial transfer is quite likely.
6. Average interest costs are not the full cost of funds to these institutions, of course. In addition, one must take into account the cost of capital and all costs appropriately allocated to the savings process, including advertising, labor, equipment, and the like.
7. Companias de Menor Cuantia (CMC) are exempted from this restriction on loans of less than RD\$500; in this case the maximum rate could be 3% per month.

8. There is some evidence of complementarities between the two markets in their lending operations, in that fixed assets may be financed through regulated institutions and working capital through the non-regulated market, as part of a pooling operation, but these arrangements thus far are limited in scope.

9. If the one-year loans are in practice made for shorter time periods, say 90 days or six months and must pay the commission costs each roll-over, then true costs would rise proportionately. To illustrate, a one-year loan that is rolled-over four times in the course of a year would have an effective cost of approximately 120%.

10. Average interest costs are calculated from the mid-points of the interest intervals.

**Regulated and Non-Regulated Financial and Foreign Exchange Markets
and Income Inequality in the Dominican Republic**

Tables

Table 1**Private Sector Deposit and Fixed Income Liabilities
in the Regulated Financial Markets**

(millions of RD\$)

Year	Commercial Banks	Mortgage Banks	Development Banks	Savings & Loans	Total
1977	792.2	26.2	3.5	256.3	1077.1
1978	734.3	51.2	8.2	309.0	1102.7
1979	856.9	86.1	11.3	370.2	1324.5
1980	869.7	124.5	18.3	448.5	1461.0
1981	934.4	176.0	22.5	516.3	1651.2
1982	1099.6	238.4	36.1	602.2	1975.9
1983	1176.5	289.2	51.8	700.8	2218.3
1984(10)	1429.5	335.1	60.6	773.9	2599.1

Table 1b**Private Sector Deposit and Fixed Income Liabilities
in the Regulated Financial Markets**

(millions of RD\$; 1966 prices)

Year	Commercial Banks	Mortgage Banks	Development Banks	Savings & Loans	Total	Percent Change
1977	324.5	10.7	1.4	105.0	441.3	-
1978	273.4	19.1	3.1	115.0	410.5	-7.0
1979	284.9	28.6	3.8	123.1	440.3	7.3
1980	241.3	34.5	5.1	124.5	405.5	-7.9
1981	230.6	43.4	5.6	127.4	403.5	-0.5
1982	240.5	52.1	7.8	131.7	432.1	7.1
1983	222.9	54.8	9.8	132.7	420.1	-2.8
1984	210.8	49.4	8.9	114.1	383.3	-8.8

Source: Banco Central de la Republica Dominicana, Boletin Mensual (various years). Nominal values are deflated using an adjusted implicit GDP deflator presented in Andres S. Dauhajre (1984). See Table 5.

Table 2a

**Total Private Sector Deposit Liabilities
in the Regulated Financial System in the Dominican Republic**

(RD\$ millions)

Year	Commercial Banks		Other Institutions		Totals
	Demand Deposits	Other Deposits	Public	Private	
1970	74.0	132.5	0.1	16.0	222.6
1971	86.3	160.5	0.1	23.3	270.2
1972	104.0	206.9	0.1	31.9	342.9
1973	129.7	269.0	0.2	51.0	449.9
1974	199.1	386.2	0.2	70.3	655.8
1975	181.9	491.0	5.7	87.2	755.8
1976	191.8	514.3	6.6	114.9	827.6
1977	209.5	581.7	6.8	145.3	943.3
1978	212.6	521.7	7.1	185.5	926.9
1979	297.0	559.9	20.2	217.5	1094.6
1980	282.0	587.7	34.1	289.1	1192.9
1981	311.7	622.7	58.6	335.5	1328.5
1982	350.7	748.9	68.1	394.9	1562.6
1983	343.8	832.7	75.7	432.4	1648.6
1984(10)	474.6	954.9	81.2	475.7	1986.4

Source: Banco Central de la Republica Dominicana, Boletin Mensual, (various years).

Table 2b

**Total Private Sector Deposit Liabilities
in the Regulated Financial System in the Dominican Republic**

Year	Deposit Liabilities		Percent Change (%)
	Current Prices	1966 Prices	
1970	222.6	202.5	-
1971	270.2	234.8	16.0
1972	342.9	274.3	16.8
1973	449.9	306.7	11.8
1974	655.8	388.5	26.7
1975	755.8	384.6	-1.0
1976	827.6	386.4	0.5
1977	943.3	386.4	1 0.0
1978	926.9	345.1	-10.7
1979	1094.6	363.9	5.4
1980	1192.9	331.0	-8.9
1981	1328.5	327.9	-0.9
1982	1562.6	341.7	4.2
1983	1648.6	319.2	-6.6
1984(10)	1986.4	293.0	-8.2

Source: Banco Central de la Republica Dominicana, Boletin Mensual (various years). Nominal values are deflated using an adjusted implicit GDP deflator presented in Dauhajre (1984). See Table 5.

Table 3
Average Size of Commercial Bank Deposits
1970-1984
(thousands of RD\$)

Year	<u>Demand Deposits</u>		<u>Savings Deposits</u>		<u>Term Deposits</u>	
	Nom.	Real	Nom.	Real	Nom.	Real
1970	1.89	1.72	0.39	0.36	n.a.	n.a.
1971	2.14	1.86	0.40	0.34	26.99	23.48
1972	2.54	2.02	0.42	0.33	32.22	25.68
1973	2.77	1.89	0.42	0.28	31.92	21.76
1974	3.36	1.99	0.47	0.28	35.43	26.99
1975	n.a.	n.a.	0.46	0.24	44.02	22.41
1976	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1977	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1978	2.86	1.07	0.40	0.15	32.11	11.95
1979	3.94	1.31	0.45	0.14	29.75	9.89
1980	3.70	1.03	0.41	0.11	28.71	7.97
1981	3.19	0.79	0.40	0.10	25.89	6.34
1982	3.79	0.83	0.48	0.11	32.38	7.08
1983	3.99	0.76	0.48	0.09	29.94	5.67
1984	4.12	0.67	0.53	0.09	31.83	5.19
Ratios:						
1983/1971	1.86	0.41	1.20	0.26	1.11	0.24

Source: Central Bank, Financial Department.

Table 4a

**Fixed Income Saving Instruments Issued by
Regulated Financial Institutions in the Dominican Republic**

(Millions of RD\$)

Year Year	Public Instit.	Mortgage Banks	Development Banks	Saving & Loans	Total	Percent Change
1970	5.0	-	-	10.4	15.4	-
1971	4.8	-	-	10.9	21.7	40.9
1972	5.1	-	-	24.3	29.4	35.5
1973	4.7	-	-	33.3	38.0	29.3
1974	4.7	3.5	-	46.4	54.6	43.7
1975	6.0	8.2	-	63.1	77.3	41.6
1976	9.9	11.0	1.9	77.3	100.0	29.4
1977	15.9	21.4	3.5	90.3	131.0	31.0
1978	21.6	35.1	8.2	141.2	206.1	57.3
1979	22.3	79.9	11.3	158.0	271.5	31.7
1980	30.5	110.0	18.3	174.1	332.9	22.5
1981	31.6	159.6	22.5	197.7	411.4	23.6
1982	31.4	215.0	36.1	230.7	513.2	24.7
1983	32.5	274.0	53.4	283.4	641.7	25.0
1984(10)	37.8	320.9	60.6	312.4	731.7	14.0

Source: Central Bank of the Dominican Republic, Boletin Mensual (various years).

Table 4b**Fixed Income Saving Instruments Issued by
Regulated Financial Institutions in the Dominican Republic**

Year	Fixed Income Instruments		Percent Change (%)
	Current Prices	1966 Prices	
1970	15.4	14.0	-
1971	21.7	13.7	-2.0
1972	29.4	23.2	70.0
1973	38.0	25.9	11.1
1974	54.6	32.3	24.7
1975	77.3	39.4	22.0
1976	100.0	46.7	18.5
1977	131.0	53.7	15.0
1978	206.1	76.6	42.6
1979	271.5	90.2	17.8
1980	332.9	92.5	2.8
1981	411.2	101.5	9.8
1982	513.2	112.3	10.5
1983	641.7	121.5	8.3
1984(10)	731.7	107.9	-11.2

Source: See Tables 2b and 4a.

Table 5a**Total Loans Outstanding: Regulated Financial Institutions**

(millions of RD\$)

Year	Commercial Banks	Mortgage Banks	Development Banks	Savings & Loans	Totals
1977	814.7	32.5	78.2	208.0	1132.4
1978	849.6	64.3	104.7	245.8	1264.4
1979	847.6	107.3	119.3	317.8	1392.0
1980	990.1	156.1	149.2	388.8	1684.2
1981	966.8	210.3	157.8	447.3	1782.4
1982	1145.2	278.2	184.0	504.5	2111.9
1983	1176.8	354.5	220.4	565.8	2317.5
1984(7)	1173.5	386.7	238.5	590.6	2389.3

Source: Zinser, et al (1984).

Table 5b

Total Loans Outstanding: Regulated Financial Institutions

(millions of RD\$)

Year	Total Loans		Percent Change (%)
	Current Prices	1966 Prices	
1977	1133.4	464.5	-
1978	1264.4	470.0	1.2
1979	1392.0	462.5	-1.6
1980	1684.2	467.3	1.0
1981	1782.4	440.1	-5.8
1982	2111.9	558.2	26.8
1983	2317.5	438.9	-21.2
1984(7)	2389.3	375.8	-14.4

Source: See Table 5a. Values are deflated using price series presented in Dauhajre (1984).

Table 6
Inflation in the Dominican Republic

Year	Consumer Price Index	Inflation Rate (%)	Year	Consumer Price Index	Inflation Rate (%)
1967	1.02	2.0	1976	2.14	9.0
1968	1.03	1.0	1977	2.44	14.0
1969	1.06	2.5	1978	2.69	10.0
1970	1.10	4.1	1979	3.01	12.0
1971	1.15	4.7	1980	3.60	19.8
1972	1.26	9.0	1981	4.05	12.4
1973	1.47	16.9	1982	4.57	12.9
1974	1.69	15.1	1983	5.28	15.4
1975	1.96	16.4	1984 ^e	7.12	35.0

Source: Dauhajre (1984).

Table 7

**Non-Regulated Financial Institutions Registered with the
Secretary of State for Industry and Commerce: 1967-1983**
(Capital expressed in millions of RD\$)

Year	Exchange Houses		Small Loan Companies		Other Companies		Total	
	#	Capital	#	Capital	#	Capital	#	Capital
1967	-	-	-	-	7	1.8	7	1.8
1968	-	-	-	-	6	2.1	6	2.1
1969	-	-	-	-	12	3.5	12	3.5
1970	-	-	-	-	3	0.2	3	0.2
1971	-	-	1	0.2	10	2.2	11	2.4
1972	1	*	-	-	32	9.0	33	9.0
1973	3	*	3	0.1	26	11.7	32	11.8
1974	-	-	-	-	67	18.5	67	18.5
1975	-	-	4	0.6	3	0.1	7	0.7
1976	-	-	-	-	33	9.5	33	9.5
1977	2	*	1	1.0	16	6.9	19	7.9
1978	2	*	16	1.2	21	10.7	39	11.9
1979	-	-	7	0.7	29	7.4	36	8.1
1980	-	-	7	0.6	26	14.8	33	15.4
1981	-	-	7	0.6	45	10.4	57	11.0
1982	8	1.4	6	0.4	37	9.9	46	11.7
1983	6	0.3	-	-	99	23.8	105	24.1
Totals	22	1.8	52	5.4	472	143.1	546	149.8

Source: Memoria Anual, Secretary of State for Industry and Commerce.

Table 8
Monthly Interest Rates Paid by Small Companies
in the City of Santiago, Dominican Republic

Interest Rate	1980	1981	1982	1983	1984	Total
Regulated Financial Markets						
1% to 2%	4	2	5	9	8	28
3% to 4%	-	-	1	1	-	2
5% to 10%	1	-	-	-	-	1
	—	—	—	—	—	—
Total Loans	5	2	6	10	8	31
Average Interest	2.7	1.7	1.8	1.7	1.5	1.8
Non-Regulated Financial Markets						
1% to 2%	-	2	4	1	5	12
2% to 3%	12	5	12	7	4	40
3% to 4%	2	1	3	1	-	7
4% to 5%	3	2	2	4	2	13
5% to 10%	3	7	4	6	4	24
15% to 25%	3	2	3	1	-	9
	—	—	—	—	—	—
Total Loans	23	19	28	20	15	105
Average Interest	5.8	6.3	5.2	5.3	3.8	5.3

Source: Zinser, et. al. (1984).

Table 9

**Indicators of Institutional Solvency
in the Regulated and Non-Regulated Credit Market**

Sample	<u>Liabilities</u>	<u>Liabilities</u>	<u>Assets</u>	<u>Capital</u>
	Paid-In Cap	Assets	Paid-In Cap.	Assets
65 Financieras	2.32	0.699	3.32	3.89
Large	3.15	0.758	4.15	4.70
Medium	1.43	0.589	2.44	3.66
Small	1.71	0.631	2.71	2.64
Housing Loans	3.80	0.793	4.82	4.57
Members of ADEFA	7.00	0.875	8.00	n.d.
Commercial Banks	7.90	0.877	9.01	n.d.
Mortgage Banks	2.20	0.657	3.31	n.d.
Development Banks	2.10	0.522	4.05	n.d.

Table 10

**Indicators of Institutional Liquidity
in the Regulated and Non Regulated Financial Markets**

Sample	<u>Cash & Dep</u> S.T. Liab.	<u>S.T. Assets</u> Liabilities	<u>S.T. Assets</u> S.T. Liab.
Finance Companies	5.3%	79.7%	117.7%
Large	1.9	67.8	106.9
Medium	8.4	101.1	134.0
Small	19.1	119.0	147.2
Housing Companies	1.4	43.0	82.6
Members of ADEFI	6.8	107.0	n.a.
Commercial Banks	114.3	37.5	n.a.
Mortgage Banks	136.5	8.7	n.a.
Development Banks	135.6	27.1	n.a.

